



中航证券研究所  
分析师：裴伊凡  
证券执业证书号：S0640516120002  
电话：010-59562517  
邮箱：peiyf@avicsec.com

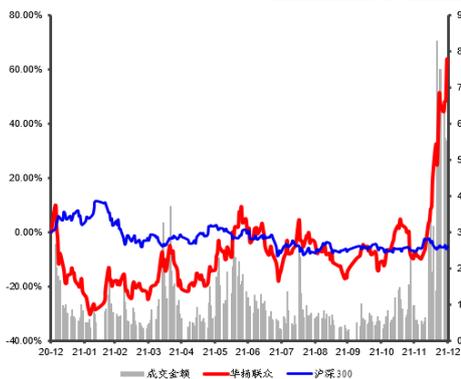
## 华扬联众（603825）： 超级IP“活水来”，元宇宙生态“绽新花”

行业分类：社会服务

2021年12月31日

公司投资评级	买入
当前股价（21.12.30）	29.83元
<b>基础数据（21.12.30）</b>	
总市值（亿元）	75.57
流通市值（亿元）	67.54
总股本（亿股）	2.53
流通A股（亿股）	2.26
近三个月换手率	204.70%
PE（TTM）	23.37

近一年公司指数与沪深300走势对比



资料来源：wind，中航证券研究所

- **事件：**12月29日，以“千载积藏，传习云上”为主题的故宫学校在线教育项目发布会在故宫博物院建福宫花园举行。会上，故宫博物院启动“故宫学校在线教育项目”。
- **投资亮点：**
  - **助力传承优秀传统文化，超级IP的价值持续释放。**华扬联众参与搭建故宫学校在线教育项目平台，提供体系化的中华优秀传统文化数字化内容，以创新型技术和内容助力文博教育发展。
    - 1) **“故宫青少年博物馆在线教育资源平台”：**结合国家“双减政策”需求，汇聚了故宫博物院、高等院校及科研院所的专家学者，精心打造了体系化、分学段的传统文化教育课程。全部课程将以公益普惠形式进校服务全国中小學生，旨在帮助青少年更好地传承、弘扬中华优秀传统文化；
    - 2) **中国文博深度云学习平台“故宫云课”APP：**以故宫博物院藏品为依托，由故宫博物院文物研究专家联合打造，包含中国书画、器物、古建、宫廷生活等八大门类视听课程，通过数字科技链接传统文化教育。故宫云课APP已经在安卓端上线，由故宫学校和华扬联众旗下北京紫禁兰台文化传播有限公司联合开发运营。
  - **“元宇宙+故宫”生态变现空间多元，实现全新商业突破。**故宫作为超级IP，具备宝藏级的文化价值，也是我国文化输出的重要阵地。从公众号推文《故宫口红，真的真的来了！》到纪录片《我在故宫修文物》、综艺《国家宝藏》、《上新了，故宫》等文创产品的开发让故宫这一历史悠久的文化IP焕发新的生机，更印证了Z世代互联网原住民的民族自信崛起和对优秀传统文化的渴望。随着5G、AI、VR、AR、XR等技术的发展，故宫IP有望和元宇宙生态实现完美结合。
    - ① **“元宇宙+教育”：**元宇宙可以打破空间和时间的限制，解决教育资源的不均衡，利用孪生数字技术打造数字故宫校园、数字仿真教学，而人工智能和VR技术能实现场景的虚实结合、实时互动；
    - ② **“元宇宙+文博”：**利用VR等技术构建具有“元宇宙”属性的全沉浸交互式故宫数字文博展厅，而区块链技术护航数字藏品的交易和流通；
    - ③ **“元宇宙+文旅”：**利用高科技手段为故宫旅游注入灵魂和活力，观众可以通过虚拟角色的操控在虚幻空间内漫游，感受沉浸式交互体验，打造全新文旅业态，比如虚拟人导游、AR场景拍照、AR文创延伸等；
    - ④ **“元宇宙+社交”：**在元宇宙里，

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59562524  
传真：010-59562637

用户以数字化分身在虚拟场景开启平行于现实世界的第二人生，让Z世代的用户得以获得更丰富的沉浸式虚拟社交体验，结合故宫的海量IP人物和故事，打造沉浸式的“元宇宙+故宫”虚拟生态，开拓虚拟剧本杀场景、虚拟皮肤增值服务等创新型体验；⑤“元宇宙+直播”：结合5G、AI、4K、MR和无延迟直播等技术，将真实产品和3D场景模板进行搭配，辅以AI引擎进行渲染，打造类似科幻电影般的效果，为故宫文创产品营造沉浸式的购物体验。

- “数字营销+虚拟人+数字人民币+故宫教育IP”资源赋能，公司“元宇宙”商业生态初现。疫情引爆宅经济的兴起，元宇宙所能实现的沉浸式虚实结合互动体验正好契合了数字化时代下的商业场景需求。公司作为老牌全域营销公司，旗下整合了信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块，叠加虚拟人的技术资源优势、数字人民币的资质壁垒和故宫教育的超级IP赋能，有望进一步完善元宇宙商业生态闭环的搭建，实现沉浸式虚实结合商业场景的创新颠覆，真正激活“元宇宙+”应用的商业化潜能。
- **盈利预测与投资评级：**预计 21-23 年公司归母净利润分别为 2.81/5.19/6.77 亿元，EPS 分别为 1.11/2.05/2.67 元，对应 PE 分别为 27/15/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、疫情反复、行业竞争加剧、新业务不及预期



AVIC

**■ 财务报表预测**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9143.77	11696.71	14231.38	16512.67
营业成本	7958.78	9976.12	11923.05	13703.87
营业税金及附加	-8.53	18.35	22.33	25.91
销售费用	457.87	837.48	1085.85	1355.69
管理费用	147.04	194.17	243.36	284.02
财务费用	65.99	49.26	66.27	74.66
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-13.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-318.16	-307.15	-307.15	-307.15
<b>营业利润</b>	<b>255.46</b>	<b>314.17</b>	<b>583.36</b>	<b>761.38</b>
其他非经营损益	-14.97	-8.82	-8.82	-8.82
<b>利润总额</b>	<b>240.49</b>	<b>305.36</b>	<b>574.55</b>	<b>752.56</b>
所得税	36.79	35.94	76.32	103.02
<b>净利润</b>	<b>203.70</b>	<b>269.42</b>	<b>498.23</b>	<b>649.54</b>
少数股东损益	-5.84	-11.28	-20.86	-27.20
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>209.54</b>	<b>280.70</b>	<b>519.09</b>	<b>676.74</b>
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	404.83	116.97	142.31	165.13
应收和预付款项	5700.39	5615.98	8137.94	7811.81
存货	204.94	461.44	334.99	580.40
其他流动资产	46.52	46.52	46.52	46.52
长期股权投资	93.93	93.93	93.93	93.93
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	26.57	22.74	18.92	15.10
无形资产和开发支出	145.81	144.88	143.96	143.04
其他非流动资产	0.00	13.34	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>6472.78</b>	<b>6515.80</b>	<b>8918.58</b>	<b>8855.92</b>
短期借款	1174.03	813.39	1778.60	1149.53
应付和预收款项	3557.83	3767.90	4847.46	4947.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	394.58	117.94	117.94	117.94
<b>负债合计</b>	<b>5126.44</b>	<b>4699.22</b>	<b>6743.99</b>	<b>6214.58</b>
股本	228.58	228.58	228.58	228.58
资本公积	582.68	582.68	582.68	582.68
留存收益	108.19	1169.85	1548.73	2042.68
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1776.23</b>	<b>1981.11</b>	<b>2359.99</b>	<b>2853.93</b>
少数股东权益	1.07	-10.21	-31.07	-58.27
<b>股东权益合计</b>	<b>1777.31</b>	<b>1970.90</b>	<b>2328.92</b>	<b>2795.66</b>
负债和股东权益合计	6627.10	6670.13	9072.91	9010.24
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-503.08	371.99	-736.11	906.59
投资活动现金流净额	-103.13	2.37	2.37	2.37
筹资活动现金流净额	535.09	-485.34	759.09	-886.15
<b>现金流量净额</b>	<b>-76.16</b>	<b>-110.98</b>	<b>25.35</b>	<b>22.81</b>

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网、传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。